



股票代码	600548.CH	0548.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 8.78	港币 7.34
目标价	人民币 9.20	港币 8.60
上/下浮比例	+5%	+17%
目标价格基础	市盈率	分类加总
板块评级	NA	NA

深高速

收费公路业务保持稳健，计划多元化扩张

深高速 2016 年通行费收入同比增长 22.1%，占总收入的 81.2%，预计 2017 年通过收购和有机发展，通行费收入将增长 11.9%。虽然股息支付率从 47.8% 降至 41.0%，但我们相信在业务扩张的支持下，深高速将为股东增加长期收益。管理层重申，未来股息支付率在 40-50% 之间。维持对 H 股的买入评级，理由是收费公路业务回报率保持稳健，并且公司将持续落实谨慎扩张计划。

支撑评级的要点

- 2016 年净利润同比减少 24.6% 至 11.7 亿人民币，相当于我们 2016 年预测值的 95.3%，但比市场预期高 6.8%。剔除 2015 年和 2016 年的非经常性项目后，2016 年净利润同比增长 7.8%。每股股息为 0.22 人民币，股息支付率降至 41%（前值 47.8%）。
- 收费公路业务前景稳定。预计 2017 年和 2018 年通行费收入将分别增长 11.9% 和 8.5%；来自收费公路业务的毛利润将分别增长 11.7% 和 7.2%。
- 深高速坚定落实计划，通过 PPP 和 BOT 打入环保行业。公司长期目标是收入的 20% 来自环保行业。虽然相关工作仍处于早期阶段，但管理层表示，项目的内部收益率将会接近或超出近期收购的高速公路项目（8-10%）。

评级面临的主要风险

- 收费公路业务在中国受到严格管制，项目特许期和通行费率都面临政策风险。

估值

- 维持 H 股目标价 8.60 港币，相对于我们更新分部加总模型后得出的每股净资产预测值折让 15%。特别指出，梅林关项目的售价预测为 42,000 元/平方米，考虑到目前的市场状况，该价格为保守估计。预计将在 2019 年预售。
- 维持 A 股目标价 9.20 人民币，对应 15.7 倍 2017 年预测市盈率。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.3	(0.6)	2.1	(0.2)
相对上证指数	(0.5)	(3.0)	(2.0)	(8.9)

发行股数(百万)	2,181
流通股(%)	15
流通股市值(人民币 百万)	12,584
3 个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%) (2016E)	33
主要股东(%)	
深圳国际控股	51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2017 年 3 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输：收费公路

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120019

本研究报告是《Shenzhen Expressway -- Solid toll road business, diversified expansion plan》的中文译本，英文原稿已于 2017 年 3 月 21 日出版

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,421	4,532	4,901	5,312	5,628
变动(%)	(6)	32	8	8	6
净利润(人民币 百万)	1,553	1,170	1,275	1,357	1,453
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.585	0.622	0.666
变动(%)	(29.0)	(24.6)	8.9	6.4	7.1
市场预期每股收益(人民币)	-	0.571	0.651	0.737	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.601	0.639	-
调整幅度(%)	-	-	(2.8)	(2.7)	NA
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.573	0.612	0.661
变动(%)	22.6	(18.4)	21.3	6.7	8.0
全面摊薄市盈率(倍)	12.3	16.4	15.0	14.1	13.2
核心市盈率(倍)	15.2	18.6	15.3	14.4	13.3
每股现金流量(人民币)	0.88	1.09	1.21	1.51	1.56
价格/每股现金流量(倍)	9.9	8.1	7.3	5.8	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.6	6.4	6.6	6.3	6.1
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.240	0.255	0.273
股息率(%)	3.9	2.5	2.7	2.9	3.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	10.7	0.7	9.4	8.3
相对恒生国企指数	(2.0)	(0.6)	(4.6)	(10.9)
发行股数(百万)				2,181
流通股(%)				96
流通股市值(港币 百万)				5,487
3个月日均交易额(港币 百万)				21
净负债比率(2017E)				33
主要股东(%)				
深圳国际控股				51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2017年3月20日收市价为准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	3,421	4,532	4,901	5,312	5,628
变动(%)	(6)	32	8	8	6
净利润(人民币 百万)	1,553	1,170	1,275	1,357	1,453
全面摊薄每股收益(人民币)	0.712	0.537	0.585	0.622	0.666
变动(%)	(29.0)	(24.6)	8.9	6.4	7.1
市场预期每股收益(人民币)		0.505	0.532	0.572	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.601	0.639	-
调整幅度(%)	-	-	(2.8)	(2.7)	NA
核心每股收益(人民币)	0.579	0.473	0.573	0.612	0.661
变动(%)	22.6	(18.4)	21.3	6.7	8.0
全面摊薄市盈率(倍)	9.2	12.2	11.2	10.5	9.8
核心市盈率(倍)	11.3	13.8	11.4	10.7	9.9
每股现金流量(人民币)	0.88	1.09	1.21	1.51	1.56
价格/每股现金流量(倍)	7.4	6.0	5.4	4.3	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	4.8	5.1	4.9	4.7
每股股息(人民币)	0.340	0.220	0.240	0.255	0.273
股息率(%)	5.2	3.4	3.7	3.9	4.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2016年业绩符合预期，但股息支付率从47.8%降至41%。2016年净利润同比减少24.6%至11.7亿人民币，相当于我们2016年预测值的95.3%，但比市场预期高6.8%。我们认为业绩符合预期。净利润同比下滑，主要是受到2015年和2016年的非经常性项目的影响。剔除非经常性项目后，2016年净利润同比增长7.8%。每股股息为0.22人民币，股息支付率降至41%（此前为47.8%）。管理层表示，股息减少是因为：(1) 储备资金用于未来资本支出；(2) 外部融资成本上升，但深高速现金流状况依然稳健。此外，管理层重申，未来股息支付率指引在40-50%。我们预计在2019年深圳外环高速完工以后，公司的股息支付率将重回45-48%的水平。

图表 1. 2016 年业绩回顾

	2015	2016	同比(%)
收入	3,420.6	4,532.2	32.5
-通行费收入	3,014.1	3,680.0	22.1
-其他业务	406.5	852.2	109.6
服务成本	(1,678.7)	(2,532.9)	50.9
费用及附加费	(270.8)	(223.4)	(17.5)
财务费用	(370.7)	(639.4)	72.5
减值损失	(620.0)	0.0	NA
总成本	(2,940.2)	(3,395.8)	15.5
投资收益	1,155.0	434.0	(62.4)
非经营收入/费用	37.0	52.1	40.9
税前利润	1,672.3	1,622.5	(3.0)
所得税	(177.2)	(306.0)	72.7
股东净利润	1,552.7	1,170.2	(24.6)
每股收益	0.712	0.536	(24.7)
每股股息	0.340	0.220	(35.3)
毛利率(%)	50.9	44.1	(6.8)
净利率(%)	45.4	25.8	(19.6)
股息支付率(%)	47.8	41.0	(6.7)

资料来源：公司数据，彭博，中银国际研究预测

2016 年通行费收入同比增加 22.0%。深高速 2016 年收入达到 45.32 亿人民币，同比增长 32.50%，其中通行费收入达到 36.80 亿人民币，同比增长 22.1%，占公司总收入的 81.2%。通行费收入的增长，主要归功于水官高速在 2015 年 10 月并表，在 2016 年为公司贡献了 10 个月的新增通行费收入，总额达到 5.13 亿人民币。剔除此项影响后，深高速的通行费收入同比增长 5.24%，主要动力来自机荷高速通行费收入增加。

收费公路业务前景稳定；与政府就水官高速免费事宜而举行的谈判处于起步阶段。2016 年，深高速旗下大多数收费公路项目的车流量均取得两位数增长。盐排高速、盐坝高速和南光高速的通行费调整计划自 2016 年 2 月起实施，此后免费公路车流量增加，带动与之相连的机荷高速和水官高速的车流量上升。未来，随着中国经济企稳，我们预计深高速的收费公路业务将保持温和增长。管理层表示，与政府之间就水官高速免费事宜而举行的谈判尚处于非常早期的阶段。我们预计近期不会达成协议，但从此前免费方案来看，我们相信结果必然有利于深高速。此外，公司将继续寻找机会，通过收购项目来扩大收费公路业务。

图表 2. 收费公路业绩回顾 (2016)

收费公路	股权比例	日均混合车流量 (千辆次)			日均通行费收入 (人民币, 千元)		
		2016	2015	同比 (%)	2016	2015	同比 (%)
梅观高速	100%	83	75	11.0	311	283	10.1
机荷东	100%	250	219	13.9	1,767	1,745	1.3
机荷西	100%	202	176	15.3	1,642	1,491	10.1
武黄高速	100%	44	41	8.1	939	908	3.4
清连高速	76%	37	33	10.4	1,835	1,746	5.1
长沙环路	51%	26	20	32.7	312	223	40.0
水官高速	50%	227	191	18.7	1,693	1,537	10.1
水官延长段	40%	98	75	29.6	300	254	18.0
广梧项目	30%	40	35	15.2	1,025	894	14.6
阳茂高速	25%	46	40	13.2	1,800	1,695	6.2
江中项目	25%	120	107	12.2	1,133	1,067	6.2
广州西二环	25%	59	50	17.3	1,074	990	8.4
南京三桥	25%	27	27	1.9	1,098	1,041	5.5

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

深高速坚定开展打入环保行业的计划，长期目标是收入的 20% 来自环保行业。深高速在新制定的发展战略中详细指出，为了拓宽长远发展空间，除了整合及扩大收费高速公路这一主要业务，公司将在以水环境处理和固体垃圾处理为主的大规模环保行业中，积极探索投资前景和机会。2016 年 12 月 30 日，深高速董事会批准了在深圳-汕尾特别合作区参与南门河综合管理项目（南门项目）。在项目总投资不超过 3.2 亿人民币的情况下，深高速和中交天津航道局以联合体形式，共同投资、建设并管理南门项目。公司表示，该项目已经签约，并且各个方面都在积极推进中。虽然未来才将公布更多细节，但管理层确信项目的内部收益率将会接近或超出近期收购的高速公路项目。更多项目还在洽谈中。

财务预测。由于 2016 年净利润比我们的预测低 4.7%，我们将 2017-18 年预期盈利略微下调了 2-3%。预计通行费收入将温和增长，毛利率保持稳定。根据管理层指引，随着开发计划的推进，贵州房地产项目将在 2017-19 年贡献收入。2017-19 年期间，预计资本支出将分别为 23.81 亿人民币、16.48 亿人民币和 19.47 亿人民币。

图表 3. 收入预测构成

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收费公路	3,014.1	3,680.0	4,116.8	4,468.7	4,758.4
委托管理服务	94.6	121.4	108.0	114.7	111.4
工程咨询	191.4	333.9	261.5	278.2	290.3
房地产开发	0.0	253.7	266.4	274.4	285.3
广告及其他	120.5	143.2	148.8	176.0	182.4
总收入	3,420.6	4,532.2	4,901.4	5,311.9	5,627.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 4. 毛利润预测构成

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收费公路	1,594.6	1,817.0	2,030.0	2,175.9	2,296.0
委托管理服务	55.1	28.8	25.6	27.2	26.4
工程咨询	48.1	55.8	46.3	54.8	63.0
房地产开发	0.0	40.7	45.4	49.5	54.3
广告及其他	44.0	57.1	59.3	70.2	72.7
毛利润合计	1,741.8	1,999.3	2,206.6	2,377.5	2,512.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

估值

我们对深高速 H 股的分部加总估值模型进行了微调。在分部加总模型的现金流折现计算中，加权平均资本成本取 7.9%（前值 8.0%），终值为 0，据此得出项目总价值。特别指出，我们预测梅林关项目售价为 42,000 元/平方米，就目前市场情况看该预测仍较为保守。维持目标价 8.60 港币不变，相对基于分部加总模型计算出的每股净资产折让 15%。

维持 A 股目标价 9.20 元人民币不变，对应 15.7 倍 2017 预期市盈率。

图表 5. 分部加总估值

项目	深高速占股 (%)	估值方法	2017 年预测价值 (港币 百万)	每股价值 (港币)
梅观高速	100	现金流折现	678	0.31
机荷东	100	现金流折现	4,921	2.26
机荷西	100	现金流折现	4,961	2.27
水官高速	50	现金流折现	2,557	1.17
清连高速	76.37	现金流折现	6,069	2.78
武黄高速	100	现金流折现	1,436	0.66
深圳外环	100	现金流折现	249	0.11
联合控制实体	各异	股息贴现模型	3,343	1.53
梅林收费站城市改造工程	49	现金流折现	3,280	1.50
总计			27,494	
净负债			5,395	
已发行股票(百万)			2,181	
每股价值(港币)			10.13	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,421	4,532	4,901	5,312	5,628
销售成本	(1,679)	(2,533)	(2,695)	(2,934)	(3,115)
经营费用	625	1,001	1,022	1,046	1,084
息税折旧前利润	1,471	1,776	1,966	2,123	2,245
折旧及摊销	(896)	(1,225)	(1,263)	(1,301)	(1,352)
经营利润(息税前利润)	2,367	3,001	3,229	3,424	3,597
净利息收入/(费用)	(371)	(639)	(680)	(779)	(765)
其他收益/(损失)	572	486	421	447	453
税前利润	1,672	1,622	1,708	1,791	1,933
所得税	(177)	(306)	(345)	(347)	(387)
少数股东权益	58	(146)	(89)	(87)	(93)
净利润	1,553	1,170	1,275	1,357	1,453
核心净利润	1,263	1,031	1,250	1,334	1,441
每股收益(港币)	0.712	0.537	0.585	0.622	0.666
核心每股收益(港币)	0.579	0.473	0.573	0.612	0.661
每股股息(港币)	0.340	0.220	0.240	0.255	0.273
收入增长(%)	(6)	32	8	8	6
息税前利润增长(%)	(13)	21	11	8	6
息税折旧前利润增长(%)	(11)	27	8	6	5
每股收益增长(%)	(29)	(25)	9	6	7
核心每股收益增长(%)	23	(18)	21	7	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,672	1,622	1,708	1,791	1,933
折旧与摊销	896	1,225	1,263	1,301	1,352
净利息费用	371	639	680	779	765
运营资本变动	(431)	(578)	(528)	(55)	(100)
税金	(177)	(306)	(345)	(347)	(387)
其他经营现金流	(405)	(228)	(144)	(178)	(168)
经营活动产生的现金流	1,926	2,374	2,633	3,290	3,394
购买固定资产净值	(128)	(382)	(2,406)	(1,700)	(1,972)
投资减少/增加	303	(1,917)	(34)	(36)	(38)
其他投资现金流	254	(478)	(1,561)	(954)	(975)
投资活动产生的现金流	429	(2,777)	(4,001)	(2,690)	(2,986)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,467)	(101)	390	55	178
支付股息	(1,549)	(1,303)	(815)	(982)	(1,023)
其他融资现金流	6,586	(125)	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,571	(1,529)	(425)	(927)	(845)
现金变动	4,926	(1,932)	(1,793)	(326)	(436)
期初现金	1,255	6,181	4,244	2,451	2,125
公司自由现金流	2,355	(403)	(1,368)	601	408
权益自由现金流	(112)	(504)	(978)	656	587

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,422	5,664	3,871	3,545	3,109
应收帐款	1,675	1,572	1,662	1,735	1,816
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	327	763	639	639	639
流动资产总计	8,424	8,000	6,172	5,920	5,564
固定资产	1,156	1,028	884	763	675
无形资产	19,272	18,324	19,124	17,997	16,821
其他长期资产	2,818	5,034	6,243	8,033	10,107
长期资产总计	23,246	24,385	26,251	26,793	27,603
总资产	31,671	32,385	32,423	32,713	33,167
应付帐款	415	447	304	305	316
短期债务	1,836	1,582	1,669	1,681	1,721
其他流动负债	1,859	2,755	2,424	2,469	2,490
流动负债总计	4,111	4,784	4,398	4,455	4,527
长期借款	4,892	5,526	5,829	5,872	6,011
其他长期负债	7,707	7,363	6,715	6,117	5,519
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	10,188	10,494	11,322	12,199	13,133
股东权益	12,369	12,674	13,503	14,380	15,314
少数股东权益	2,592	2,037	1,979	1,888	1,797
总负债及权益	31,671	32,385	32,423	32,713	33,167
每股帐面价值(港币)	5.67	5.81	6.19	6.59	7.02
每股有形资产(港币)	(3.17)	(2.59)	(2.58)	(1.66)	(0.69)
每股净负债/(现金)(港币)	0.25	1.31	2.31	2.49	2.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	69.2	66.2	65.9	64.5	63.9
息税前利润率(%)	43.0	39.2	40.1	40.0	39.9
税前利润率(%)	48.9	35.8	34.8	33.7	34.3
净利率(%)	45.4	25.8	26.0	25.5	25.8
流动性					
流动比率(倍)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	3.0	2.5	2.7	2.6	2.8
净权益负债率(%)	3.7	19.5	32.6	33.4	35.3
速动比率(倍)	2.0	1.7	1.4	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	12.3	16.4	15.0	14.1	13.2
核心业务市盈率(倍)	15.2	18.6	15.3	14.4	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	15.9	19.5	16.0	15.0	13.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
价格/现金流(倍)	9.9	8.1	7.3	5.8	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.6	6.4	6.6	6.3	6.1
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	174.3	130.8	120.4	116.7	115.2
应付帐款周转天数	31.9	34.7	28.0	21.0	20.1
回报率					
股息支付率(%)	47.8	41.0	41.0	41.0	41.0
净资产收益率(%)	12.8	9.3	9.7	9.7	9.8
资产收益率(%)	4.7	4.5	4.8	5.3	5.4
已运用资本收益率(%)	7.4	8.5	8.9	9.2	9.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,421	4,532	4,901	5,312	5,628
销售成本	(1,679)	(2,533)	(2,695)	(2,934)	(3,115)
经营费用	625	1,001	1,022	1,046	1,084
息税折旧前利润	1,471	1,776	1,966	2,123	2,245
折旧及摊销	(896)	(1,225)	(1,263)	(1,301)	(1,352)
经营利润(息税前利润)	2,367	3,001	3,229	3,424	3,597
净利息收入/(费用)	(371)	(639)	(680)	(779)	(765)
其他收益/(损失)	572	486	421	447	453
税前利润	1,672	1,622	1,708	1,791	1,933
所得税	(177)	(306)	(345)	(347)	(387)
少数股东权益	58	(146)	(89)	(87)	(93)
净利润	1,553	1,170	1,275	1,357	1,453
核心净利润	1,263	1,031	1,250	1,334	1,441
每股收益(港币)	0.712	0.537	0.585	0.622	0.666
核心每股收益(港币)	0.579	0.473	0.573	0.612	0.661
每股股息(港币)	0.340	0.220	0.240	0.255	0.273
收入增长(%)	(6)	32		8	6
息税前利润增长(%)	(13)	21	11	8	6
息税折旧前利润增长(%)	(11)	27	8	6	5
每股收益增长(%)	(29)	(25)	9	6	7
核心每股收益增长(%)	23	(18)	21	7	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,672	1,622	1,708	1,791	1,933
折旧与摊销	896	1,225	1,263	1,301	1,352
净利息费用	371	639	680	779	765
运营资本变动	(431)	(578)	(528)	(55)	(100)
税金	(177)	(306)	(345)	(347)	(387)
其他经营现金流	(405)	(228)	(144)	(178)	(168)
经营活动产生的现金流	1,926	2,374	2,633	3,290	3,394
购买固定资产净值	(128)	(382)	(2,406)	(1,700)	(1,972)
投资减少/增加	303	(1,917)	(34)	(36)	(38)
其他投资现金流	254	(478)	(1,561)	(954)	(975)
投资活动产生的现金流	429	(2,777)	(4,001)	(2,690)	(2,986)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,467)	(101)	390	55	178
支付股息	(1,549)	(1,303)	(815)	(982)	(1,023)
其他融资现金流	6,586	(125)	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,571	(1,529)	(425)	(927)	(845)
现金变动	4,926	(1,932)	(1,793)	(326)	(436)
期初现金	1,255	6,181	4,244	2,451	2,125
公司自由现金流	2,355	(403)	(1,368)	601	408
权益自由现金流	(112)	(504)	(978)	656	587

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	6,422	5,664	3,871	3,545	3,109
应收帐款	1,675	1,572	1,662	1,735	1,816
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	327	763	639	639	639
流动资产总计	8,424	8,000	6,172	5,920	5,564
固定资产	1,156	1,028	884	763	675
无形资产	19,272	18,324	19,124	17,997	16,821
其他长期资产	2,818	5,034	6,243	8,033	10,107
长期资产总计	23,246	24,385	26,251	26,793	27,603
总资产	31,671	32,385	32,423	32,713	33,167
应付帐款	415	447	304	305	316
短期债务	1,836	1,582	1,669	1,681	1,721
其他流动负债	1,859	2,755	2,424	2,469	2,490
流动负债总计	4,111	4,784	4,398	4,455	4,527
长期借款	4,892	5,526	5,829	5,872	6,011
其他长期负债	7,707	7,363	6,715	6,117	5,519
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	10,188	10,494	11,322	12,199	13,133
股东权益	12,369	12,674	13,503	14,380	15,314
少数股东权益	2,592	2,037	1,979	1,888	1,797
总负债及权益	31,671	32,385	32,423	32,713	33,167
每股帐面价值(港币)	5.67	5.81	6.19	6.59	7.02
每股有形资产(港币)	(3.17)	(2.59)	(2.58)	(1.66)	(0.69)
每股净负债/(现金)(港币)	0.25	1.31	2.31	2.49	2.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	69.2	66.2	65.9	64.5	63.9
息税前利润率(%)	43	39.2	40.1	40	39.9
税前利润率(%)	48.9	35.8	34.8	33.7	34.3
净利率(%)	45.4	25.8	26	25.5	25.8
流动性					
流动比率(倍)	2	1.7	1.4	1.3	1.2
利息覆盖率(倍)	3	2.5	2.7	2.6	2.8
净权益负债率(%)	3.7	19.5	32.6	33.4	35.3
速动比率(倍)	2	1.7	1.4	1.3	1.2
估值					
市盈率(倍)	9.2	12.2	11.2	10.5	9.8
核心业务市盈率(倍)	11.3	13.8	11.4	10.7	9.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.2	16.2	13.3	12.5	11.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.1	1.1	1	0.9
价格/现金流(倍)	7.4	6	5.4	4.3	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.5	4.8	5.1	4.9	4.7
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	174.3	130.8	120.4	116.7	115.2
应付帐款周转天数	31.9	34.7	28	21	20.1
回报率					
股息支付率(%)	47.8	41	41	41	41
净资产收益率(%)	12.8	9.3	9.7	9.7	9.8
资产收益率(%)	4.7	4.5	4.8	5.3	5.4
已运用资本收益率(%)	7.4	8.5	8.9	9.2	9.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371